

金融深化与中国经济增长的实证分析

侯赞

厦门大学国贸系 厦门 361000

[摘要] 本文简述了金融深化与经济增长这一问题在理论界的争议,并且在 Mankiw, Romer and Weil 建立的模型的基础上,结合我国的实际情况进行了改进分析,经过实证研究发现,我国的金融深化远远落后与经济的发展,并且还制约了经济的发展。

[关键词] 金融深化 经济增长 M2

一、理论综述

20 世纪 90 年代麦金农 (McKinnon, R, 1973) 和肖 (W. E. Sha, 1973) 较系统地提出了金融深化理论,麦金农的“渠道效应论”强调,发展中国家 (LD-Cs) 存在着货币持有与资本积累的互补性, 正的实际利率是激励投资主体进行货币余额积累与投资的必要条件;肖的“债务媒介论”强调,正的实际利率对储蓄的促进作用,以及对低效益项目投资的约束效果——麦金农和肖的研究得到了一致的结论:陷入金融抑制泥潭的发展中国家应该积极推行金融自由化,提高实际利率,放开金融市场,以增加储蓄和投资,提高投资效率,促进经济增长。

二、用实证来分析下我国金融业的现状。

金融深化与经济增长的关系存在两种不同的观点,一是股票与经济增长存在正相关关系;还有认为股票市场在风险分散、风险分担和流动性等方面提供了便利;另一方面,使人们的储蓄动机下降,而股票市场的发展可能回是储蓄率下降从而约束经济增长。1992 年 Mankiw, Romer and Weil 建立的模型在发达国家中金融深度与经济增长的衡量中有广泛影响。其模型如下:

$$Y = f(FD, I, \log(R), \log(P), \log(POP))$$

Y——年度实际 GDP 增长率 FD——金融深化指数,用股票市场资本总额 (用 S 表示) 对 GDP 比值来衡量, I 为投资占 GDP 的比例, TR 为对外贸易增长率, P 为人均国民收入的增长率, POP 代表人口增长率。

曾有学者用这一模型对中国的情况进行了分析,得出的结论是中国的股市符合第二种情况,即:股市的发展可能会使储蓄率下降从而约束经济的发展。然而我们知道,中国的储蓄率一直都是在增多,这里出现了不符的地方,所以我觉得该模型并不适合中国的情况,应以改进。

对于金融深化指数,我采用 M2/GDP 和 S/GDP,衡量一国金融深度的综合性指标当首推金融相关比率 (即 FIR 值,其值为一国金融资产总和与 GDP 比值),但由于 FIR 值本身计算的复杂性,使得不同学者的计算口径和方法有所不同。考虑到数据的易得程度和准确性,我采用 M2/GDP 来衡量我国金融方面相对于经济的规模和发展水平。S/GDP——股票交易价值指标,等于国内股份交易额对 GDP 的比值。一般来说,交易量价值指标越高,表明股票市场的成本越低。重要的是一个大的股票市场未必有大的流动性,如果规模大而不活跃,则股票市场资本量指标大而证券交易量小。如果所有上市公司的国内产权都是可流动的,该指标相当与通常所说的换手率。人均国民收入的增长率 P 由于同 GDP 的相关程度太高,会极大的削弱金融深化指标对 GDP 的影响,所以这里不使用这一指标。由于我国的证券交易市场开放的较晚,所以收集的数据不多,为 1993~2003 年间的的历史数据。

年份	GDP	TR	I	POP	M2GDP	SGDP
1993	13.5	1.235367618	4.323673586	11.45	1.007085441	0.104722472
1994	12.6	1.80834886	0.436995586	11.21	1.003509455	0.173826011
1995	10.5	1.152978869	0.387451797	10.55	1.038858992	0.06901729
1996	9.6	1.026974583	0.357509531	10.42	1.120944957	0.314239165
1997	8.8	1.117403807	0.337687858	10.06	1.222026897	0.412582961
1998	7.8	0.996839512	0.353880134	9.14	1.333821345	0.300516177
1999	7.1	1.113133291	0.355804017	8.18	1.460966887	0.381637067
2000	8	1.313651902	0.371393692	7.58	1.504563079	0.679873609
2001	7.5	1.074106515	0.38692237	6.95	1.626689125	0.39361947
2002	8.3	1.217966224	0.412744132	6.45	1.759084854	0.266134714
2003	9.3	1.371856157	0.483384022	6.01	1.886731047	0.273899869

数据来源:中国统计年鉴 2004 中国金融年鉴

M2GDP——M2/GDP SGDP——S/GDP

经过相关统计处理,确定人口增长率同经济发展的相关性很低,应为版面有限,现在把去掉人口增长率进行统计,结果表明去掉人口

增长率可以更好的估计 GDP。估计模型为:

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(TR)	5.006553	1.184679	4.226085	0.0055
LOG(I)	1.091515	0.305340	3.574752	0.0117
LOG(M2GDP)	-3.594244	1.062133	-3.383987	0.0148
LOG(SGDP)	-0.739726	0.401907	-1.840541	0.1153
C	9.256118	0.862833	10.72758	0.0000
R-squared	0.947963	F-statistic	27.32571	
Adjusted R-squared	0.913272	Prob(F-statistic)	0.000542	

通过上面的估计,我们可以看到,LOG(M2GDP)、LOG(SGDP) 的系数为负,说明我国的金融深化同经济增长是负相关的,究其原因,并不是由于股市的发展使得储蓄率降低,从而影响经济增长。相反,我国的情况是正因为我国的股市不发达,使得储蓄率一直上升。但为什么出现上面的情况呢?我们可以从以下来分析:

第一,考察 M2/GDP 的构成,也就是 M2 的构成。广义货币 M2 由流通中的现金 M0、活期存款 (M1-M0) 和准货币 (M2-M1) 构成,三者的地位和作用是不同的。居民对消费品购买力的实现主要靠现金媒介 M0, 证券的投机需求也对 M0 产生重要影响;活期存款 (M1-M0) 是生产资料购买力的主要媒介手段,反映了企业的投资需求,是经济周期波动的先行指标;准货币 (M2-M1) 是由定期存款和居民储蓄存款构成,其中居民储蓄存款占较大的比例,它反映的是居民现在消费和未来消费之间的替代关系,并且与居民的投资渠道是否畅通高度相关。居民储蓄存款增长的决定因素包括:国民收入的增长、收入分配格局向个人倾斜,以及中国金融创新不足,缺乏货币替代性金融投资工具,储蓄存款成为居民的主要金融资产形式。耐人寻味的是,在一定程度上中国的 M2/GDP 上升并非麦金农认为的金融深化的结果,而是金融市场的抑制促成的。货币主义的代表人物弗里德曼认为或假定货币流通速度是一个常数,但是实证研究发现 (劳埃德·B·托马斯, 1999), 几乎所有的国家在金融深化的过程中, 货币流通速度呈现先下降后上升的“V”形趋势,只是各国发生的转折点的时间不同,20 世纪 20 年代德国的货币流通速度达到最低点,而美国、英国和意大利要晚 20 年。中国 M2/GDP 的迅速上升,并没有明显的由高转低的征兆,只能说明中国的金融深化程度还不足以使货币流通速度达到最低点,用 M2/GDP 衡量金融深化程度值得商酌。

第二,用 S/GDP 描述股市的金融深化指标,虽然上市公司 2/3 以上的国有股没有流通,以流通市场的股价计量上市公司的市值肯定会产生一定程度的高估 (如果超过 2/3 的上市公司非流通股进入流通的话,股票市值将有很大的下降空间),进而高估了中国的金融化率。同时,如果市场预期公司利润丰厚,股票当期就会上涨,而股票价格的上涨将增加股票的交易价值,问题是,这个流动性指标的上升是在没有交易数量的增多和交易成本的下降时发生的。但是我国股票市场的换手率极高,可能与实质经济发展状况相脱离,说明我国股票市场的投机性非常强。在一个投机性很强的股票市场中,投资者购买股票是为了在短期内将股票在一个更高的价位上抛售,追求的目标纯粹是资本利得。长期以来,中国股市都被认为是政策市、大股东圈钱的场所。所以用股票市场资本化指标来衡量金融深度指标,也不会很好的。

三、结论

虽然以 M2/GDP、S/GDP 来衡量金融深化的指标不一定最好,但是它也从一定程度上反映了我国的情况。股票市场的不规范发展,造成了中国极低的金融深化质量,金融深化没有明显的储蓄、投资效应;反映在金融深化与中国经济增长的关系上,金融深化不是经济增长的先行指标,而是经济增长的抑制剂。整体上麦金农和肖的金融深化对经济增长的促进作用,至少到目前为止还不适合于中国,需进一步推进金融改革。